

现代金融市场与 金融中介经验的比较

“对政府债权”、“对存款货币银行债权”、“对非货币金融机构债权”、“对特定存款机构债权”和“对非金融部门债权”的季末余额之和。除了以上两个金融中介发展指标,我们还需要建立经济增长指标。根据我国统计数据的可获得性,我们以按可比价格计算的国内生产总值累计增长率作为经济增长指标,且以 GDP 标记。有了上述三个指标,我们就可以回归得出 GDP 与 DEPTH、BANK 之间的关系。

连升

由于 1997 年初,中国人民银行对金融统计制度进行了调整,存款货币银行资产负债表上

1997 年一季度起货币统计数据与历史数据不可比。因此选取的时间段从 1997 年一季度开始。笔者使用《金融年鉴》等相关季度数据,对 1997 年 1 季度到 2004 年 4 季度的数据进行回归。采用类似的方法,“中央银行国内资产”指标 CBANK 代替 BANK 可以测算出中央银行在经济增长中的影响。CBANK 遵循以下关系: $CBANK = 1 - BANK$

经过回归,我们发现:当 $T(DEPTH) = 0$, $T(BANK) = 0$, 即滞后期为 0 时, $Adj. R^2 = 0.011503$, 并不显著。于是考虑到可能存在滞后因素。我们分别考虑两个自变量 DEPTH、BANK 滞后 4 期、6 期、8 期、12 期, 即滞后 1、1.5 年、2 年、3 年的情况, 其 $Adj. R^2$ 分别为 0.726338、0.548103、0.521491、0.277695, 可见当 $T(DEPTH) = -4$, $T(BANK) = -14$ 时效果最好。同时, 我们发现 BANK 的系数显著不为 0, DEPTH 的显著性较差, 于是考虑保持 BANK 滞后 4 期, 调整 DEPTH 的滞后时期, 但检验结果不理想。我们判断当 $T(DEPTH) = -4$, $T(BANK) = -4$ 时, 回归结果最好。金融深度 (DEPTH) 上升 1, GDP 增长 0.230386 个百分点, 金融配置的功能增加 1, GDP 增长 16.99553 个百分点。同样, 由于 BANK 与 CBANK 存在一阶关系, 在对 GDP 与 DEPTH、CBANK 的回归中, 在滞后 4 期时达到最佳效果。所不同的是, 当 CBANK 增加 1, GDP 增长率反而降低 16.99553 个百分点, 这说明中央银行为保持经济的稳定而采取的逆向操作手法。回归结果可以看出: $Adj. R^2$ 以及解释变量的显著性水平都很好, 判断不存在多重共线性; 在自变量个数 $K = 2$ 情况下, 在 1% 显著性水平下 D-W stat 不存在自相关; 同时应用 Eviews 软件分别做残差关于 DEPTH、BANK (CBANK) 的图示, 也不存在明显的异方差情况。总的来说, 回归结果有很强的说服力。

从上面的分析可以得出以下结论: 金融中介对经济增长有重要贡献, 传统的“机构观”所认为的金融中介退出历史舞台并不符合发展中的中国的实际, 传统金融中介在我国发挥着重要作用。考虑到我国是一个发展中国家, 金融中介与金融市场还处在发展中, 我们将目光转向国外金融发达的国家可以得到更好的论证。

三、金融“功能观”的国际实证

从主要工业化国家银行与资本市场在资金融通中的相对重要性来看, 德国和美国分别代表了两种不同的类型。在美国, 银行资产对 GDP 的比重为 53%, 只有德国的 1/3; 相反, 美国的股票市值对 GDP 的比重为 82%, 大约比德国高三倍。因此, 美国、英国的金融体制常被称为“市场主导型”, 而德国、法国、日本则被称为是“银行主导型”。通过比较可以看出, 银行主导与市场主导都是当今金融的主要发展的潮流。虽然资本市场是一种比较好的资源配置方式, 但是大部分观点认为, 市场与中介各有长短, 不能对立地看。从 20 世纪 70 年代以来金融体系演变的基本趋势来看, 在信息技术进步、金融创新发展和金融全球化进展的大背景下, 资本市场和金融中介如何协调发展才是我们应该首要关注的问题。回首历史的发展, 我们发现, 一方面美国等市场发达的国家, 金融中介机构在加强变革; 另一方面德国等银行发达的国家, 市场力量在显著增强。资本市场的兴起通常需要一个基于融资分工的前提, 即银行提供短期融资而市场提供长期融资。当然两者之间的边界越来越有交叉, 而且随着银行越来越进入长期融资领域和很多短期贷款“证券化”, 这种界限日益淡化。银行与证券市场既竞争又合作, 一个有效的金融体系必须同时包括这两者。一个提高个性化的服务, 一个提高标准化的产品。市场的发展并不排斥金融中介的发展, 金融市场与金融中介从静态角度看, 是竞争关系, 从动态角度看则是相互促进、螺旋发展”的关系。对于中国而言, 怎样协调好两者关系是当务之急。

(作者单位: 厦门大学 福建厦门 361005) (责编: 吕尚)

摘要: 文章通过对中国金融中介与经济增长关系的研究, 美国以及德国金融发展的安全分析, 论证了金融中介和金融市场本质上是相互促进、协调发展的观点。

关键词: 金融市场 金融中介 机构观 功能观

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

文章编号: 1004-4914(2005)10-248-01

现实中不同国家的金融制度差异较大, 在理论上存在着两种不同的金融体系。它们根据资金流动是直接借助一次合约 (资金供求双方直接见面), 还是两次合约 (经过金融中介), 在金融体制中的比重, 划分两种不同的融资模式, 即直接金融与间接金融; 再根据这两种融资模式在金融体制中的地位, 区分所谓的银行为主的体制与市场为主的体制。

一、理论回顾: 从“机构观”到“功能观”

对金融中介的传统观点是: 视现存的金融中介为给定, 认为公共政策的目标就是帮助现有的机构生存和兴旺, 这种观点被称为“机构观”。在“机构观”看来, 特定的银行、证券公司等金融机构都被定义在其能做什么的架构内, 在此基础上, 讨论如何使这些机构提供的特殊中介服务更有效率地运作。但随着经济发展, 金融中介理论也由传统的“机构观”发展到现代的“功能观”。Black, Williamson, Brennan, Cossin, Pierce 和 Schoies Woifson 都不同程度地论述了金融中介的功能。他们视金融中介运作的功能为给定, 并探索运作这些功能的最佳机构结构。这种方法被称为“功能观”。与传统的机构观相比, 功能观并不假定现存机构是一成不变的。这其中, 尤其是 Bodie, Merton 系统论述了金融中介的功能, 并把它提升到金融中介的“功能观”层次来分析。金融中介“功能观”的核心内容可表述为: 金融功能比金融机构更稳定, 在地域和时间跨度上变化较小; 机构的形式随功能而变化, 即机构之间的创新和竞争最终会导致金融系统执行各项功能的效率的提高。而且“功能观”首先关注的是金融体系需要行使哪些经济功能, 然后才去寻求一种行使这些功能的最好的组织机构, 而一种组织机构是否最好, 则又进一步取决于时机和现有的技术。从“功能观”视角的分析, 把金融中介理论的研究推向了一个新的水平。像中国这样的发展中国家, 其未来的企业融资该朝中介化方向还是朝市场化方向发展呢? 笔者就金融中介在经济中的作用进行了检验。

二、金融中介与经济增长的检验

按照现代经济理论, 为了验证我国金融中介和经济增长的关系, 就需要建立反映金融中介发展程度的指标。我们只选取两个指标。第一个指标是 DEPTH 指标, 这是一个典型的金融深度指标, 也是金融中介规模的衡量 (King and Levine, 1993)。这一指标等于金融体系的流动性负债 (通货加上银行和非银行金融机构的存款) 与 GDP 之比, 即 $DEPTH = M2 / GDP$ 。这里我们采用的是季度数据。流动性负债并不涉及金融中介的一个重要功能——资源配置功能, 而只是金融中介规模的衡量, 因而并不能准确地反映出经济体中金融服务的功能 (Levine, Loayza and Beck, 1999)。那么, 我们就需要另一个与资源配置相关的指标——BANK 指标。这一指标用来衡量存款货币银行在配置信用方面相对于中央银行的重要性。因为一般认为, 存款货币银行在识别有利投资、控制经理人员、便利风险控制、调动储蓄资金等方面, 要优于中央银行。根据我国的统计, BANK 指标等于存款货币银行资产负债表上四个资产类账户“对政府债权”、“对其他部门债权”、“对非货币金融机构债权”、“对特定存款机构的债权”的季末余额之和除以存款货币银行资产负债表上这四个资产类账户以及货币当局资产负债表上四个资产类账户